



Народна банка Србије

Уводна реч на презентацији
Извештаја о инфлацији – новембар 2025.

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Београд, 19. новембар 2025.

Даме и господа, поштовани представници медија, драге колеге,

Добро дошли на презентацију новембарског Извештаја о инфлацији, на којој ћемо вам укратко представити наше виђење текућих макроекономских кретања, нове макроекономске пројекције и одлуке монетарне политике које смо доносили у периоду од претходног извештаја.

Али пре него што пређем на конкретне цифре и пројекције, дозволите ми да се укратко осврнем на дешавања у међународном окружењу која су обележила период од нашег сусрета у августу. Пре свега мислим на раст протекционизма и трговинске политике водећих светских економија, које већ готово годину дана представљају највећи извор неизвесности на глобалном нивоу, као и на и даље изражене геополитичке тензије, које имају директне реперкусије и на Србију.

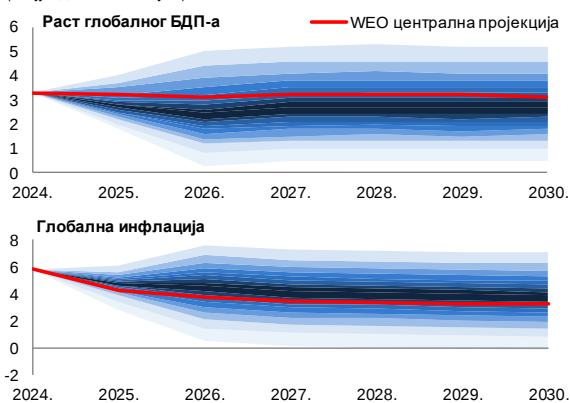
Иако се чини да је светска економија до сада показала приличну отпорност на шокове којима је била изложена, и даље постоји бојазан да би повећане тарифе у наредном периоду могле да имају теже последице по светску економију него што се очекивало, проузрокујући застоје у глобалним ланцима снабдевања и пад инвестиционог и потрошачког поверења. Поред тога, наставак сукоба на Блиском истоку и Украјини, као и затегнута ситуација у Карипском мору, доприносе повећаној волатилности цена примарних производа на глобалном нивоу и ограничавају трговину и инвестиције међу земљама. Данак изражених геополитичких тензија на Србију огледа се и у ступању на снагу санкција Нафтної индустрији Србије због већинског руског власништва. Додатни изазов представља и најава да би Европска унија, ради заштите сопствене производње, могла да смањи квоте за увоз челика из других земаља, укључујући и Србију.

Графикон 1. Показатељи неизвесности на глобалном нивоу



Извор: WEO ММФ октобар 2025.

Графикон 2. Неизвесност пројекције глобалног раста и инфлације (међугодишње стопе, у %)



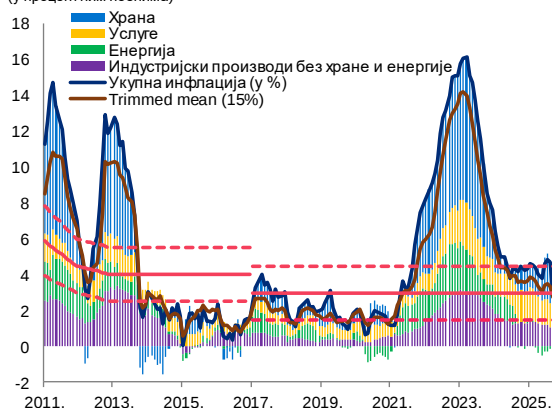
Извор: WEO ММФ октобар 2025.

Ипак, и у таквим комплексним околностима, надам се да ћемо, захваљујући одговорном вођењу економске политике, ојачаним фундаментима и створеним резервама, задржати повољне изгледе привредног раста и показати висок степен отпорности на екстерне ризике, као што је то и до сада био случај.

Након што се претходних месеци кретала око горње границе дозвољеног одступања од циља, међугодишња инфлација је у септембру знатно успорила, на 2,9%, а затим у октобру на 2,8%. Највећи део успоравања инфлације резултат је деловања Уредбе о посебним условима за обављање трговине за одређену врсту робе, којом су, почев од септембра, у периоду од шест месеци ограничене трговинске марже на прехранбене производе и поједине производе кућне хемије на 20%. Од укупно 167 производа који чине прехранбену компоненту инфлације, 147 производа у септембру је забележило појефтињење на месечном нивоу, тако да је међугодишњи раст цена хране и безалкохолних пића снижен на 1,7%, са 7,8% у августу. Детаљније о ефектима Уредбе можете прочитати у једном од наших осврта из извештаја. Такође, у једном од осврта детаљније је описан процес преноса трошкова на цене дуж целог ланца индустријско-прехранбених производа, при чему је утврђено да је генерално тај ефекат на цене био јачи када су трошкови расли него када су слабили.

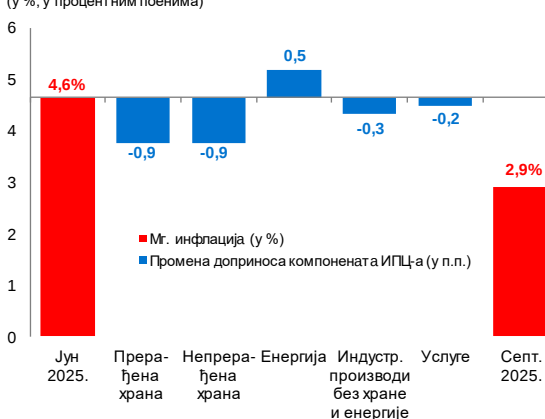
Ипак, процењујемо да би успоравање инфлације наступило и без увођења Уредбе. О томе посебно сведочи базна инфлација (обрачуната након искључења цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која је у септембру успорила на 3,9%, а затим у октобру на 3,8%, и то како због успоравања раста цена индустријских производа тако и због успоравања раста цена услуга.

Графикон 3. Доприноси основних компонента ИПЦ-а међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



Извор: РЗСи прерачун НБС.

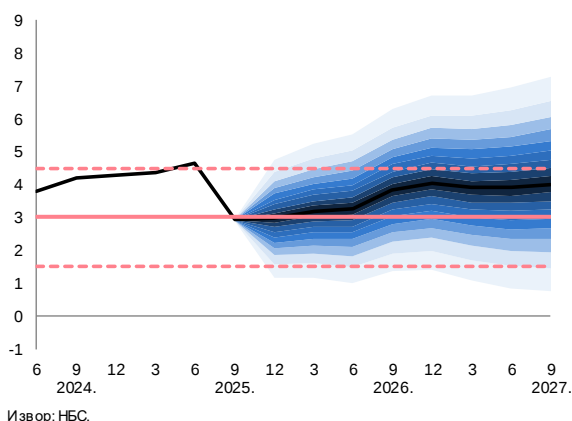
Графикон 4. Мг. инфлација и промене доприноса основних компонента ИПЦ-а мг. инфлацији (у %, у процентним поенима)



Извор: РЗСи прерачун НБС.

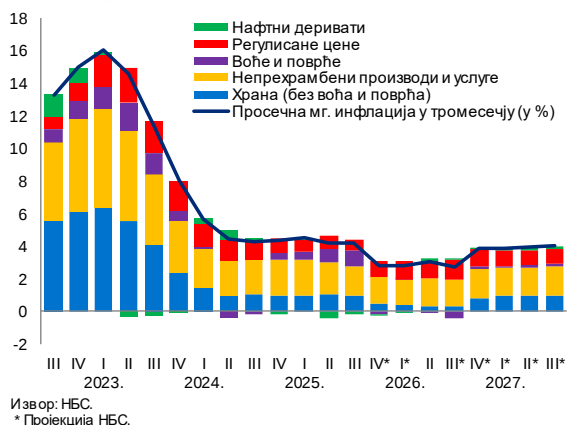
Према нашој новој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће се током важења Уредбе, односно до краја ове и почетком наредне године, кретати испод или око централне вредности циља. И у наставку 2026. године, као и у средњем року, међугодишња инфлација би требало да настави да се креће у границама циља $3 \pm 1,5\%$, при чему ће ниска база из септембра ове године утицати на то да се инфлација крајем 2026. креће око 4%. На кретање инфлације у границама циља, поред ефеката ове уредбе и доношења одговарајућег законског оквира којим ће се унапредити регулација тржишта и спречити појава непоштених трговинских пракси с циљем очувања стабилности цена, утицаће и даље попуштање трошковних притисака из међународног окружења. Такође, долазак нове пољопривредне сезоне требало би да делује дезинфлаторно, под претпоставком да наредна сезона буде боља од овогодишње, што ће допринети нижим ценама воћа и поврћа. Раст зарада и, по том основу, већи расположиви доходак за потрошњу требало би да делује у супротном смеру, али ни по овом основу не очекујемо веће инфлаторне притиске, јер ће раст зарада у великој мери бити праћен и растом продуктивности.

Графикон 5. Пројекција инфлације
(међугодишње стопе, у %)



Графикон 6. Доприноси међугодишњој инфлацији по
компонентама

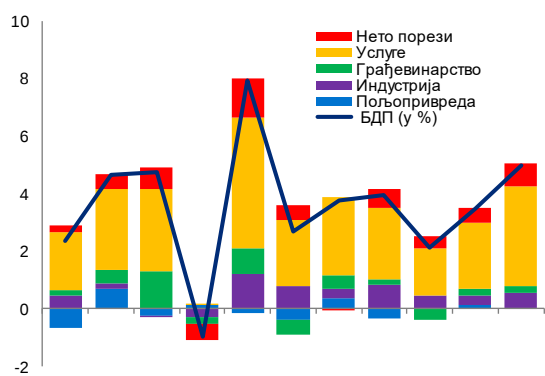
(просечне међугодишње стопе, у процентним поенима)



Економска активност је у трећем тримесечју задржала динамику раста из прве половине године од 2% међугодишње, док смо у нашој августовској пројекцији очекивали њено знатније убрзање. Иако је настављен раст производње и извоза аутомобилске индустрије у складу са очекивањима, сектор услуга се није опоравио у мери у којој смо очекивали, а настављен је и пад активности у

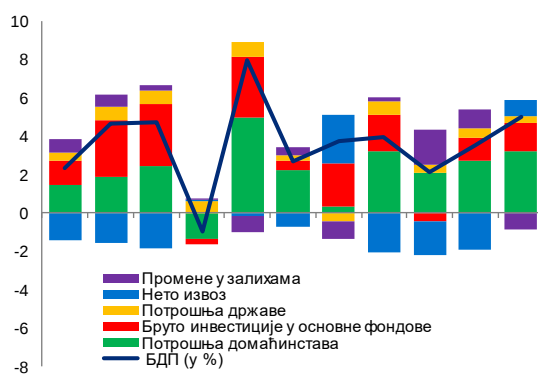
грађевинарству. Такође, подаци Републичког завода за статистику о производњи појединих јесењих култура указују на то да је овогодишња пољопривредна производња била на сличном нивоу као прошле године или благо нижа, док смо у августу процењивали њен благи раст. Све то узевши у обзир, раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју био је нижи од очекиваног, тако да сада процењујемо да ће раст на нивоу године износити 2,1%.

Графикон 7. Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а, производна страна (у процентним поенима)



2017. 2018. 2019. 2020. 2021. 2022. 2023. 2024. 2025.* 2026.* 2027.*
Извор: РЗСи прерачун НБС.
* Процена НБС.

Графикон 8 Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а, расходна страна (у процентним поенима)



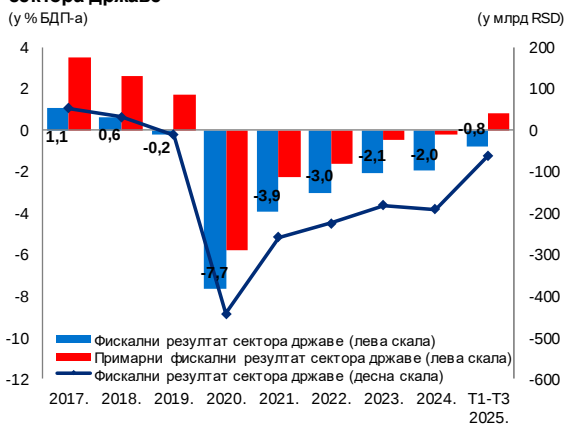
2017. 2018. 2019. 2020. 2021. 2022. 2023. 2024. 2025.* 2026.* 2027.*
Извор: РЗСи прерачун НБС.
* Процена НБС.

Продужена глобална неизвесност, раст протекционизма и изражене геополитичке тензије, уз друштвено-политичке тензије у земљи, утичу на нижи ефекат пренетих тенденција из ове године у наредну, тако да наша пројекција раста бруто домаћег производа за 2026. сада износи 3,5%. Раст ће бити вођен домаћом тражњом, уз позитиван допринос и потрошње и инвестиција у основна средства. Расту потрошње допринеће већи расположиви доходак по основу раста зарада и пензија, али и повољнијих кредитних услова, док ће реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027” допринети расту инвестиција. Због бржег пројектованог раста увоза у односу на извоз, у условима и даље ниске екстерне тражње, и раста инвестиција и расположивог дохотка, очекујемо негативан допринос нето извоза. Притом, могућа ограничења у производњи и извозу нафте и основних метала, уз јаче ефекте трговинских и геополитичких тензија на потрошачко и инвестиционо поверење, за последицу би могли имати и нижи раст од пројектованог, који би могао бити ближи нивоу од 3%. О томе детаљније можете видети у једном од наших осврта, у коме, по обичају, анализирамо алтернативне сценарије наших пројекција. У 2027. години пројектујемо да ће раст бруто домаћег производа

износити око 5%, при чему ће убрзање његове динамике у односу на 2026. годину бити подстакнуто већим извозом услуга због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо 2027”.

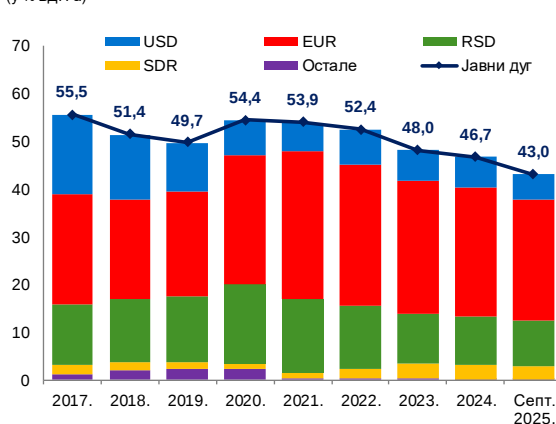
И поред нешто слабијих изгледа привредног раста у овој години у односу на очекиване, очуване су фискална и екстерна позиција, што, уз створене резерве, указује на отпорност наше економије на екстерне изазове. Фискални дефицит у девет месеци ове године износио је 0,8% бруто домаћег производа, уз исти толики суфицит примарног буџета. Иако је средњорочним фискалним оквиром планирано да фискални дефицит износи 3% бруто домаћег производа закључно са 2027. годином, сматрамо да то неће нарушити опадајућу путању учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, које је на крају септембра смањено на 43,4%. И у новом оквиру капитални издаци задржавају релативно високо учешће, у распону 6–7% бруто домаћег производа, што доприноси расту производног потенцијала.

Графикон 9. Фискални и примарни резултат буџета сектора државе



Извор: Министарство финансија.

Графикон 10. Јавни дуг централне државе

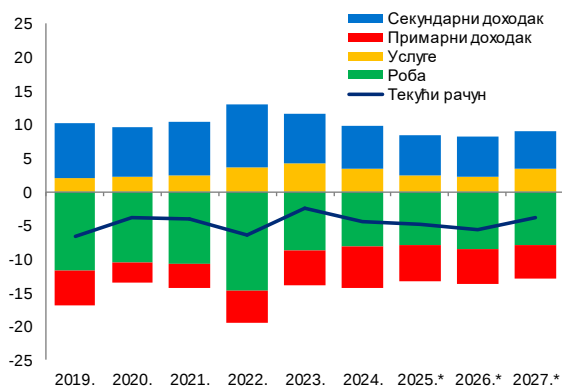


Извор: Управа за јавни дуг.

Дефицит текућег рачуна платног биланса ове године највероватније ће бити нижи од пројектованог у августовској пројекцији и износиће око 5% бруто домаћег производа. Извоз робе у девет месеци повећан је за 9,5% међугодишње, подстакнут већим извозом прерађивачке индустрије, у оквиру које 19 од 23 области бележи раст, при чему највећи допринос дају гране повезане са аутомобилском индустријом – производња моторних возила и производња гуме и пластике. Истовремено, робни увоз је растао нешто спорије од извоза, по стопи од 8,0% међугодишње, а водили су га увоз репроматеријала и потрошне робе. На смањење суфицита у трговини услугама највише је утицао повећан нето увоз туристичких услуга, док је извоз информационо-комуникационих услуга наставио

да бележи двоцифрену стопу раста. На финансијском рачуну, највећи прилив остварен је по основу страних директних инвестиција, који је у девет месеци износио 2,5 милијарди евра. Због повећаних улагања резидената у иностранство, нето прилив по овом основу износио је 1,5 милијарди евра. Нижи прилив страних директних инвестиција у овој години у поређењу с претходном бележи се и у другим земљама региона, у условима повећане глобалне неизвесности услед заоштравања трговинских политика и изражених геополитичких тензија. Поред тога, на ниже приливе по овом основу у Србији деловали су и једнократни приливи из прошле године, као и друштвено-политичке тензије које су утицале на одлагање појединих инвестиција.

Графикон 11. Пројекција текућег рачуна платног биланса (у % БДП-а)



Извор: НБС.

* Пројекција НБС.

Графикон 12. Девизне резерве и индикатори њихове адекватности



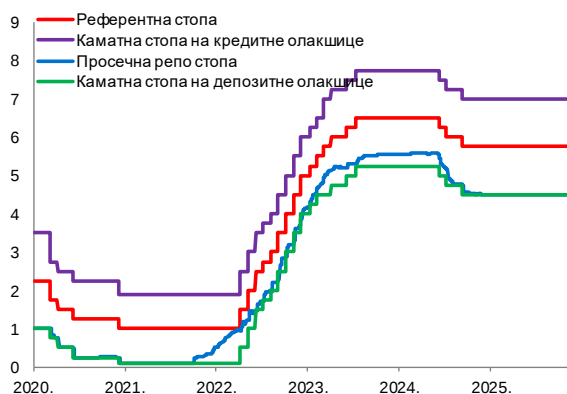
Извор: НБС.

* Јун 2025. ** Септ. 2025.

И током трећег тромесечја преовладали су апрецијацијски притисци, тако да је Народна банка Србије, ради очувања релативне стабилности курса динара према евр, на девизном тржишту углавном била нето купац девиза. У октобру су, међутим, повремено били присутни и депрецијацијски притисци услед повећане тражње домаћих предузећа за девизама. Посматрано од почетка године закључно са октобром, Народна банка Србије је нето купила девизе у износу од 355 милиона евра. Уз раст цене злата, то је допринело да девизне резерве земље буду изнад рекордног нивоа с краја прошле године и крајем октобра достигну 29,4 милијарде евра, чиме представљају важан стуб одбране од екстерних ризика, с обзиром на то да су знатно изнад критеријума којима се утврђује њихова адекватност. Учешће злата у структури девизних резерви достигло је око 20%, а количина злата преко 52 тоне, што су највиши нивои до сада.

У периоду од претходног извештаја нисмо мењали ниво референтне каматне стопе, која од септембра прошле године износи 5,75%. На одлуку да задржимо референтну каматну стопу на непромењеном нивоу утицало је остварено и очекивано кретање инфлације у наредном периоду, а пре свега и даље присутне геополитичке и трговинске тензије водећих светских економија, које се могу одразити на цене примарних производа, ланце снабдевања и токове капитала. Поред тога, у условима обезбеђене ценовне и финансијске стабилности, својим мерама и активностима наставили смо да пружамо подршку привредном расту и одржаном релативном стабилношћу девизног курса, као и обезбеђеним повољнијим условима кредитног финансирања, што је резултирало двоцифреним међугодишњим растом кредитне активности према сектору привреде и становништва, који је у септембру достигао 12,8%.

Графикон 13. Кретање референтне и просечне репо стопе (у %)



Извор: НБС.

Графикон 14. Кредити привреди и становништву (међугодишње стопе раста, у %, по сталном курсу, 30. септембра 2024)



Извор: НБС.

С тим у вези, подсетила бих вас да је Народна банка Србије, након што су изменама Закона о заштити корисника финансијских услуга на системски начин уређене максималне каматне стопе на задуживање физичких лица, омогућила да се од септембра додатно сниже каматне стопе на готовинске и потрошачке кредите за грађане и пензионере с нижим примањима, што је резултирало смањењем просечне пондерисане каматне стопе на динарске кредите становништву на 8,8%. Поред тога, омогућено је спровођење програма „Стамбени кредити за младе” по повољнијим условима од тржишних, као и снижавања каматних стопа за стамбене кредите за куповину прве непокретности за 0,5 процентних поена. Уз ефекте претходног ублажавања монетарне политике, ове мере допринеле су убрзању међугодишњег раста кредита

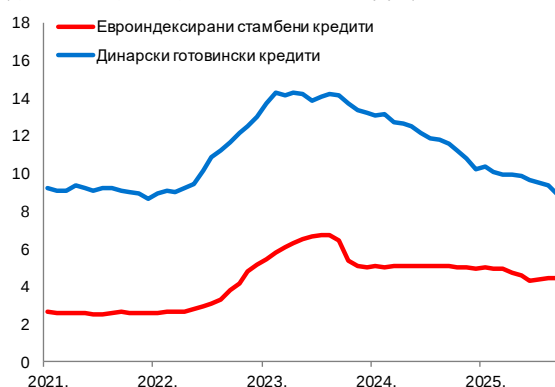
становништву, на 16,1% у септембру. Детаље ефекта ових мера можете пронаћи у једном од наших осврта из овог издања Извештаја о инфлацији. Ипак, из угла очувања ценовне и финансијске стабилности, важно је нагласити да се при доношењу свих ових мера водило рачуна да не дође до прекомерног задуживања грађана. Између осталог, максимални износ готовинских и потрошачких кредита који могу бити одобрени под повољнијим условима ограничен је на милион динара. Кредити привреди такође су убрзали раст током трећег тромесечја – на 9,0% међугодишње у септембру, чему је највише допринео раст кредита за обртна средства и инвестиционих кредита. Раст кредитне активности, уз очување квалитета активе банака, допринео је томе да учешће проблематичних кредита у укупним кредитима достигне нови минимум од 2,2%.

Графикон 15. Месечни прираст готовинских и стамбених кредита
(у млрд RSD, искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

Графикон 16. Кретање каматних стопа на нове готовинске и стамбене кредите
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

У месецу штедње важно је истаћи да штедња наших грађана континуирано расте. Током протеклих тринаест година динарска штедња порасла је готово дванаест пута, на преко 206 милијарди динара на крају октобра, док се девизна штедња удвостручила, на скоро 16 милијарди евра. То је показатељ поверења у домаћи финансијски сектор, као и здравих извора раста кредитне активности и у будућности.

А све то не би било могуће без преданог рада људи и у нашој институцији. С великим успехом испуњавали смо све законом прописане циљеве, али смо се истовремено бавили и решавањем питања од значаја за наше грађане. Ту првенствено мислим на наш мандат у области монетарне политике и финансијске стабилности, који су максимално испуњени у отежаним условима на

глобалном нивоу који се огледају у успореном привредном расту, израженим трговинским тензијама и упорним инфлаторним притисцима. Управо на ове чињенице фокусирао се међународни часопис *Global Finance* када је оцењивао рад гувернера широм света и када је мене, као гувернера Народне банке Србије, сврстао међу највише оцењене централне банке за 2025. годину. Међу европским гувернерима, највише оцене (A+, A или A–) добили су само гувернери централне банке Данске (A+), Чешке (A–), Европске централне банке (A–) и Србије (A–). Ово признање потврђује да водимо адекватну и одговорну монетарну политику, што неретко у својим саопштењима истичу и Међународни монетарни фонд и кредитне рејтинг агенције, и то у условима који су вероватно никад комплекснији и изазовнији. Поносна сам на ово признање, које није признање само за мене као гувернера, већ признање за цео мој тим и за људе у Народној банци Србије који деле исту посвећеност, исте вредности и исти циљ – да живимо и радимо у стабилној, поузданој и просперитетној Србији.

Даме и господо, драге колеге,

И у наредном периоду наставићемо да радимо као и до сада – да инфлацију одржавамо на стабилном и што нижем нивоу, да штитимо интересе грађана, али и привреде, јер само тако можемо поново убрзати стопе раста наше економије. Показали смо да и у изазовним временима можемо да направимо праву комбинацију економских мера и политика која даје резултате, што ћемо наставити да радимо и у будућности.

У наставку конференције колеге из Сектора за економска истраживања и статистику детаљније ће представити наше пројекције, а потом смо отворени за ваша питања.

**Табела 2. Извештај о оценама централних банкара 2025.
Европа**

Земља	Гувернер	2025 Оцена	2024 Оцена
Албанија	Gent Sejko	B	N/A
Јерменија	Martin Galstyan	B	N/A
Белорусија	Roman Golovchenko	TETS	N/A
Босна и Херцеговина	Jasmina Selimović	B	TETS
Бугарска	Dimitar Radev	B+	B
Чешка	Aleš Michl	A-	B+
Данска	Christian Kettel Thomsen	A+	A+
ЕУ	Christine Lagarde	A-	A-
Грузија	Natia Turnava	C	D
Мађарска	Mihály Varga	TETS	N/A
Исланд	Ásgeir Jónsson	B-	B
Норвешка	Ida Wolden Bache	B+	A-
Пољска	Adam Glapiński	B	C
Румунија	Mugur Isarescu	B-	B+
Русија	Elvira Nabiullina	N/A	N/A
Србија	Jorgovanka Tabaković	A-	N/A
Шведска	Erik Thedéen	B	A-
Швајцарска	Martin Schlegel	TETS	N/A
Турска	Fatih Karahan	B	TETS
Украјина	Andriy Pyshnyy	N/A	N/A
Велика Британија	Andrew Bailey	B-	B+

* TETS (Прерано за оцену).

Извор: *Global Finance* .